



**You have downloaded a document from
RE-BUS
repository of the University of Silesia in Katowice**

Title: Rynek kapitałowy jako możliwość finansowania działalności gospodarczej : zagadnienia wybrane

Author: Rafał Blicharz, Anna Lichosik

Citation style: Blicharz Rafał, Lichosik Anna. (2017). Rynek kapitałowy jako możliwość finansowania działalności gospodarczej : zagadnienia wybrane. W: R. Blicharz (red.), "Przedsiębiorca : zagadnienia wybrane" (S. 305-320). Katowice : Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego



Uznanie autorstwa - Użycie niekomercyjne - Bez utworów zależnych Polska - Licencja ta zezwala na rozpowszechnianie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych oraz pod warunkiem zachowania go w oryginalnej postaci (nie tworzenia utworów zależnych).



UNIwersYTET ŚLĄSKI
W KATOWICACH



Biblioteka
Uniwersytetu Śląskiego



Ministerstwo Nauki
i Szkolnictwa Wyższego

Rafał Blicharz, Anna Lichosik
Uniwersytet Śląski

XI. Rynek kapitałowy jako możliwość finansowania działalności gospodarczej

Zagadnienia wybrane

A b s t r a c t

The Capital Market as an Opportunity to Finance Business Activity. Selected Issues

The purpose of this paper is to present the capital market as a financing opportunity for business activity. Alternative ways of obtaining financing are presented based on the example of an entrepreneur who conducts business as a stock company or stock limited liability company, and consequently may acquire the status of a public company, successively becoming a listed company e.g., on the Warsaw Stock Exchange S.A. The text consists of two parts, where the first part characterizes the public company as a participant in the capital market, and the second part defines the nature and scope of the functioning of the capital market in Poland, pointing to possible spheres of participation of the entrepreneur in the market.

Wprowadzenie

Rynek kapitałowy w przedstawionym poniżej ujęciu może stanowić alternatywną możliwość finansowania działalności gospodarczej. Przedsiębiorcy prowadzący działalność w formie spółki akcyjnej lub spółki komandytowo-akcyjnej (bądź ci, którzy nie prowadzą działalności gospodarczej w tej formie, jednak podejmą decyzję o jej przekształceniu) mogą uzyskać status spółki publicznej, a następnie stać się spółką notowaną np. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Przedsiębiorca tego rodzaju może również postanowić o dodatkowej (nowej) emisji akcji kolejnych serii. W tym też celu może skierować propozycję nabycia wyemitowanych akcji do szerokiego kręgu adresatów i przeprowadzić

tw. ofertę publiczną, która pozwoli mu pozyskać dodatkowe środki finansowe na funkcjonowanie bieżącej działalności gospodarczej lub na realizację w przyszłości określonego przedsięwzięcia inwestycyjnego. Spółka akcyjna, która emituje akcje, czyli papiery wartościowe (szerzej – instrumenty finansowe), na gruncie prawa rynku kapitałowego będzie nazywana emitentem papierów wartościowych lub emitentem instrumentów finansowych.

W celu zwiększenia przejrzystości prowadzonych rozważań autorzy posługują się głównie pojęciem spółki akcyjnej, pamiętając, że na gruncie prawa rynku kapitałowego spółka akcyjna (w tym spółka publiczna) w ujęciu normatywnym jest jednym z emitentów instrumentów finansowych (papierów wartościowych). W tym ujęciu spółka akcyjna (emitent) na gruncie publicznego prawa gospodarczego jest przedsiębiorcą w rozumieniu ustawy o swobodzie działalności gospodarczej¹.

Dla porządku terminologicznego warto podkreślić, że każda akcja jest jednym z rodzajów papierów wartościowych, a każdy papier wartościowy jest jednym z instrumentów finansowych. Jednak nie występuje tu odwrotna zależność, co oznacza, że można wyróżnić inne niż akcje papiery wartościowe, jak również że nie każdy instrument finansowy będzie jednocześnie papierem wartościowym (np. opcja). Jednakże użyte w dalszej części tekstu pojęcie papieru wartościowego lub instrumentu finansowego każdorazowo traktowane jest jako szersze określenie akcji, jako papieru wartościowego emitowanego przez spółkę akcyjną.

1. Charakterystyka spółki publicznej

Przedsiębiorca prowadzący działalność gospodarczą w formie spółki akcyjnej lub komandytowo-akcyjnej może uzyskać status spółki publicznej, a w dalszej kolejności może stać się spółką notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych S.A. albo na organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych rynku New-Connect². Status prawny spółki publicznej w prawie polskim uregulowany został przede wszystkim w Kodeksie spółek handlowych³, ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁴ oraz częściowo w ustawie o obrocie

¹ Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r., Dz.U. 2004 nr 173 poz. 1807 z późn. zm.

² Szerzej na temat platform obrotu, jakie występują w praktyce polskiego rynku kapitałowego zob. pkt 2 niniejszego rozdziału.

³ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2016 poz. 1578 z późn. zm.

⁴ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r., t.j. Dz.U. 2013 poz. 1382 z późn. zm.; dalej też zwana ustawą o ofercie publicznej.

instrumentami finansowymi⁵. Pomimo że spółka publiczna nie została sklasyfikowana jako odrębnego rodzaju spółka prawa handlowego, Kodeks spółek handlowych przewiduje liczne odrębne unormowania dla spółki akcyjnej, która dysponuje tym statusem. Zgodnie z ustawą o ofercie publicznej przez pojęcie spółki publicznej rozumie się spółkę, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana⁶.

O ile nie wynika to wprost z definicji legalnej spółki publicznej, to jednak warunkiem koniecznym uzyskania takiego statusu jest możliwość emitowania akcji. Oznacza to, że spółką publiczną może być tylko spółka akcyjna oraz spółka komandytowo-akcyjna⁷. Nie każda jednak spółka akcyjna czy komandytowo-akcyjna ma status spółki publicznej⁸. Dodatkową przesłanką jest bowiem wymóg zdematerializowania choć jednej akcji takiej spółki. W tym celu musi ona zawrzeć z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych⁹ specjalną umowę, której przedmiotem jest dematerializacja akcji, czyli ich rejestracja w depozycie papierów wartościowych¹⁰. Dematerializacja może dotyczyć nie tylko akcji nowej emisji, ale także tych już istniejących w formie dokumentu. W takim przypadku spółka powinna przed zawarciem umowy z KDPW złożyć akcje do depozytu prowadzonego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej przez firmę inwestycyjną, KDPW lub spółkę, której KDPW przekazał wykonywanie czynności z zakresu prowadzenia depozytu papierów wartościowych. Z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu w rejestrze akcje uzyskują moc prawną jako zdematerializowane papiery wartościowe (akcje niemające formy dokumentu) zapisane na rachunku

⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r., t.j. Dz.U. 2014 poz. 94 z późn. zm.

⁶ Z wyjątkiem spółek, których akcje zostały zarejestrowane na podstawie art. 5a ust. 2 uoif, tj. tych, które mają siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a których akcje mogą być nabywane przez uczestników KDPW lub ich klientów, uczestników spółki, której KDPW przekazał prowadzenie depozytu papierów wartościowych lub ich klientów.

⁷ Z uwagi na marginalność występowania spółek komandytowo-akcyjnych jako spółek publicznych w dalszej części pracy odniesiono się do spółki akcyjnej, pamiętając o zakresie podmiotowym pojęcia spółki publicznej.

⁸ Szerzej na temat pojęcia spółki publicznej zob. M. MICHAŁSKI, *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 1; M. ROMANOWSKI, *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 3; A. LICHOSIK, *Ewolucja pojęcia spółki publicznej w prawie rynku kapitałowego*, [w:] *Sytuacja przedsiębiorcy na tle zmian w prawie publicznym i prywatnym w perspektywie europejskiej*, red. J. MOJAK, A. ŻYWICKA, Lublin 2016, s. 173–185.

⁹ Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. m.in. prowadzi system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych, obejmujący rachunki papierów wartościowych, rachunki zbiorcze i konta depozytowe prowadzone przez podmioty do tego upoważnione.

¹⁰ Szerzej zob. M. BĄCZYK, *Zjawisko tzw. dematerializacji papierów wartościowych*, [w:] M. BĄCZYK et al., *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 43 i nast.; A. LICHOSIK, *Forma zdematerializowanego papieru wartościowego*, [w:] *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z dnia 28 kwietnia 1936 r.*, red. J. MOJAK, J. WIDŁO, A. ŻYWICKA, Lublin 2016, s. 275–289.

papierów wartościowych. Z tą samą chwilą dokumenty złożone do depozytu zostają pozbawione mocy prawnej.

Przedsiębiorca prowadzący działalność gospodarczą w formie spółki akcyjnej, jako emitent zainteresowany pozyskaniem środków pieniężnych z emisji nowych instrumentów finansowych (np. akcji jako papierów wartościowych) w ramach rynku kapitałowego, musi złożyć publiczną ofertę ich nabycia. Ponieważ oferta ta ma dotyczyć emisji nowych akcji, zwykle jest związana z podwyższeniem kapitału zakładowego spółki¹¹. Jej złożenie poprzedza skomplikowany proces, na który składa się cały szereg rozmaitych czynności, tak o charakterze wewnętrznym (przykładowo uchwały stosownych organów, np. uchwała walnego zgromadzenia o podwyższeniu kapitału zakładowego), jak i zewnętrznym (przykładowo zawarcie umów mających na celu obsługę spółki w tym procesie, np. z firmą inwestycyjną¹², biegłym rewidentem, doradcą inwestycyjnym, prawnikiem, subemitentem, agencją reklamową).

Przygotowanie oferty publicznej wiąże się z ustaleniem sytuacji prawnej i ekonomicznej spółki¹³, jak również z analizą samej oferty, na którą składają się parametry emisji akcji, które mają być przedmiotem oferty publicznej, oraz warunków ich nabycia¹⁴. Nieodzownymi, bo z mocy prawa obowiązującymi, pomocnikami w tym zakresie są: podmiot prowadzący działalność maklerską (firma inwestycyjna) oraz biegły rewident. Firma inwestycyjna zwykle uczestniczy w pracach nad upublicznieniem spółki od samego początku, tj. od momentu opracowania strategii wejścia na giełdę (tzw. programu emisji)¹⁵, poprzez przygotowanie i sporządzenie dokumentów informacyjnych (np. prospektu emisyjnego), procedurę

¹¹ Spółka może przyjąć różną strategię wejścia na rynek (upublicznienia spółki). Jej oferta publiczna może dotyczyć przykładowo emisji nowych akcji (spółka pozyskuje wówczas nowe środki finansowe na kapitał zakładowy), publicznej sprzedaży już istniejących akcji (osoby uprawnione z akcji uzyskują w ten sposób możliwość atrakcyjnej sprzedaży posiadanych akcji lub wyjścia ze spółki), wprowadzenia akcji na giełdę bez publicznej emisji (zwykle w celu podniesienia prestiżu spółki) lub kompilacji tych możliwości. Obok akcji spółka może także publicznie zaproponować obligacje zamienne lub inne instrumenty finansowe. Por. R. PASTUSIAK, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym. Operacje giełdowe rynku publicznego i niepublicznego*, Warszawa 2010, s. 68 i nast.

¹² Przez firmę inwestycyjną rozumie się tu dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczną firmę inwestycyjną prowadzącą działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczną osobę prawną z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD (Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, ang. *Organisation for Economic Co-operation and Development*) lub WTO (Światowej Organizacji Handlu, ang. *World Trade Organization*), prowadzącą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską.

¹³ Mając na względzie znaczenie prawidłowości dokonanych ustaleń w zakresie finansowego (audytu) i prawnego badania spółki, proces ten powinien być przeprowadzony z najwyższą możliwą starannością. Stąd bywa on nazywany badaniem *due diligence*.

¹⁴ Niezwykle ważne są także ustalenia dotyczące terminu dokonania oferty publicznej, liczby oraz wartości (ceny emisyjnej) akcji objętych ofertą, jak również kręgu adresatów oferty (tzw. oblatów).

¹⁵ Obejmującego także ustalenie struktury emisji, stworzenie tzw. *book-building 'u* (o czym szerzej w dalszej części), ceny emisyjnej oferowanych akcji itd.

zatwierdzenia prospektu przez organ administracji publicznej nadzorujący rynek kapitałowy, tj. Komisję Nadzoru Finansowego, a skończywszy na przeprowadzeniu i rozliczeniu oferty i wprowadzeniu spółki na giełdę¹⁶. Firma inwestycyjna także finalnie oferuje akcje spółki na rynku, dlatego też nazywana bywa oferującym. Natomiast udział biegłego rewidenta w procesie upublicznienia spółki ma na celu zapewnienie prawidłowości i rzetelności informacji finansowych podawanych do publicznej wiadomości w dokumentach informacyjnych spółki, w tym zwłaszcza w prospekcie emisyjnym, stanowiącym główny dokument, na podstawie którego inwestorzy podejmują decyzje inwestycyjne.

Zebrane i sprawdzone informacje umieszczane są w prospekcie emisyjnym (lub innym dokumencie o analogicznej funkcji, np. memorandum informacyjnym¹⁷)¹⁸, który przed podaniem do publicznej wiadomości podlega procedurze zatwierdzenia przez KNF¹⁹. Decyzję w sprawie jego zatwierdzenia KNF wydaje co do zasady w terminie 10 dni roboczych od dnia złożenia wniosku. Jeżeli jednak prospekt emisyjny dotyczy akcji spółki, której żadne z dotychczas wyemitowanych i objętych akcji nie były przedmiotem oferty publicznej ani nie zostały dopuszczone do obrotu giełdowego, przedmiotowa decyzja zostaje wydana w terminie 20 dni roboczych od dnia złożenia wniosku. W przypadku, gdy prospekt emisyjny nie czyni zadość wymaganiom ustalonym w przepisach prawa, składana dokumentacja jest niekompletna lub konieczne jest uzyskanie dodatkowych informacji w zakresie niezbędnym do jego zatwierdzenia, KNF może żądać uzupełnienia lub zmiany informacji w nim zamieszczonych, przedstawienia innych dokumentów i informacji dotyczących sytuacji finansowej lub prawnej spółki lub ich zamieszczenia w prospekcie emisyjnym²⁰. Ponadto może ona żądać zamieszczenia dodatkowych informacji.

¹⁶ Firma inwestycyjna współpracująca z daną spółką bywa nazywana także sponsorem emisji. Nazwa ta może wprowadzać w błąd, gdyż nie chodzi tu o sponsorowanie emisji, lecz o prowadzenie rejestru osób, które zapisują się na akcje nowej emisji oferowane w ramach pierwszej oferty publicznej lub w ramach obrotu pierwotnego. Prowadzony rejestr po zarejestrowaniu papierów wartościowych w KDPW staje się częścią systemu depozytowo-rozliczeniowego (art. 4 ust. 2 uoif).

¹⁷ Memorandum informacyjne sporządza się w sytuacjach wskazanych w art. 7 ust. 5, 6, 12 i 13 uop.

¹⁸ Obowiązek sporządzenia, zatwierdzenia oraz podania do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego występuje co do zasady w przypadku tzw. pierwszej oferty publicznej, oferty publicznej oraz w postępowaniu dotyczącym dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

¹⁹ Zgodnie z art. 431 § 4 ksh wniosek o zatwierdzenie prospektu albo memorandum informacyjnego (albo wniosek o stwierdzenie równoważności informacji zawartych w memorandum informacyjnym z informacjami wymaganymi w prospekcie emisyjnym) nie mogą zostać złożone po upływie 4 miesięcy od dnia powzięcia uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego.

²⁰ Z żądaniem takim KNF może wystąpić do emitenta, sprzedającego, podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych, który dokonał badania sprawozdań finansowych emitenta zamieszczonych w prospekcie emisyjnym, podmiotu, o którym mowa w art. 27 ust. 1 pkt 3 uop, pod-

Odmowa zatwierdzenia prospektu emisyjnego może wystąpić w przypadku, gdy nie odpowiada on pod względem formy lub treści wymogom określonym w przepisach prawa. Także po jego zatwierdzeniu przez KNF spółka jest zobowiązana permanentnie i niezwłocznie informować Komisję o wszelkich zdarzeniach lub okolicznościach, które mogłyby w istotny sposób wpłynąć na postrzeganie publicznie oferowanych przez nią akcji²¹.

Po zatwierdzeniu prospektu spółka dokonuje publicznej oferty, zbierając zapisy na akcje nowej emisji. Jeszcze przed dokonaniem publicznej oferty w interesie samej spółki, ale także z korzyścią dla inwestorów, leży poinformowanie o planowanej emisji. Podanie do publicznej wiadomości informacji o emisji nazywane jest jej promocją. Oferowane przez spółkę akcje, jak każdy towar, wymagają reklamy, która zainteresuje inwestorów daną spółką, oferowanymi przez nią akcjami oraz treścią oferty. Ustalając treść oferty, zwłaszcza cenę emisyjną akcji, ich liczbę, datę rozpoczęcia zapisów na akcje, krąg adresatów oferty, spółka często bada rynek, jego zainteresowanie samą spółką oraz jej ofertą. Zjawisko to nazywane jest budowaniem księgi popytu (ang. *book-building*). W ramach tego procesu spółka sonduje potencjalnych inwestorów, za jaką cenę oraz jaką liczbę oferowanych przez nią w przyszłości akcji byłiby gotowi nabyć. Na tej podstawie spółka uzyskuje informacje, które pozwalają jej ustalić ostateczną treść (w tym zwłaszcza cenę akcji) oferty. W ramach procesu *book-building* spółka w zamian za udział w badaniu może stosować rozmaite programy lojalnościowe oraz przyznawać uczestnikom badania określone preferencje przy oferowaniu swoich akcji.

Przed rozpoczęciem oferty publicznej spółka może także rozważyć konieczność zawarcia tzw. umów subemisyjnych²². Są to umowy gwarantujące dojście do skutku danej emisji akcji²³. Prawo rynku kapitałowego rozróżnia dwa rodzaje umów subemisyjnych – subemisję usługową oraz subemisję inwestycyjną. Pierwsza polega na tym, że subemitent (tu zwany usługowym)²⁴ zobowiązuje się względem spółki do nabycia (objęcia) na własny rachunek całości lub części akcji danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej. Natomiast w umowie o subemisję inwestycyjną subemitent

miotu dominującego lub zależnego w stosunku do emitenta lub sprzedającego, osób wchodzących w skład organu zarządzającego emitenta lub sprzedającego.

²¹ W formie aneksów do prospektu, które emitent jest obowiązany przekazywać KNF niezwłocznie, nie później niż w terminie 2 dni roboczych od dnia wystąpienia zdarzenia lub powzięcia o nim informacji, wraz z wnioskiem o jego zatwierdzenie. Po zatwierdzeniu aneksu do prospektu emisyjnego spółka niezwłocznie, nie później jednak niż w terminie 24 godzin, udostępnia aneks do publicznej wiadomości w sposób, w jaki został udostępniony prospekt emisyjny.

²² Szerzej zob. M. PAWEŁCZYK, *Gwarantowanie emisji w spółce publicznej*, „Jurysta” 2002, nr 10; Idem, *Gwarantowanie emisji w spółce publicznej*, Katowice 2005.

²³ Zbywanie akcji w wykonaniu takiej umowy następuje za pośrednictwem firmy inwestycyjnej.

²⁴ Subemitentem usługowym może być wyłącznie bank, firma inwestycyjna lub zagraniczna firma inwestycyjna lub konsorcjum tych podmiotów. W przypadku konsorcjum za subemitenta usługowego uważa się również każdy podmiot wchodzący w skład konsorcjum.

(tu zwany inwestycyjnym)²⁵ zobowiązuje się względem spółki do nabycia (objęcia) na własny rachunek całości lub części akcji oferowanych w ofercie publicznej, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania. Oba rodzaje umów dają więc spółce pewność, że oferowane przez nią akcje zostaną w 100% nabyte, a zatem emisja będzie skuteczna. O ile subemisja usługowa polega na objęciu akcji w całości przez subemitenta usługowego, to subemisja inwestycyjna stanowi niejako „uzupełnienie zainteresowania emisją” do poziomu 100% – jeśli inwestorzy nie zapiszą się na wszystkie oferowane przez spółkę akcje, subemitent inwestycyjny zapisze się na pozostałą część.

Po ogłoszeniu oferty publicznej²⁶, która polega na udostępnieniu, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych (tu – akcjach) i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o ich nabyciu, firma inwestycyjna prowadzi zapisy na oferowane papiery wartościowe. Proces zbierania zapisów na akcje spółki (tzw. subskrypcja akcji) nie może trwać dłużej niż 3 miesiące i podlega regulacji Kodeksu spółek handlowych²⁷.

Po zamknięciu subskrypcji i objęciu wszystkich akcji spółka składa wniosek o zarejestrowanie podwyższonego kapitału zakładowego w Krajowym Rejestrze Sądowym²⁸. Zgodnie z art. 431 § 4 ksh uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego nie może być zgłoszona do sądu rejestrowego po upływie (w przypadku akcji nowej emisji będących przedmiotem oferty publicznej objętej prospektem emisyjnym albo memorandum informacyjnym) 12 miesięcy od dnia zatwierdze-

²⁵ Subemitentem inwestycyjnym może być wyłącznie firma inwestycyjna, fundusz inwestycyjny, alternatywna spółka inwestycyjna zarządzana przez zarządzającego taką spółką w rozumieniu Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, Dz.U. 2014 poz. 157 z późn. zm., prowadzącego działalność na podstawie zezwolenia, otwarty fundusz emerytalny, bank, zakład ubezpieczeń, polska lub zagraniczna instytucja finansowa mająca siedzibę w państwie należącym do OECD lub w państwie członkowskim lub konsorcjum tych podmiotów. W przypadku konsorcjum za subemitenta inwestycyjnego uważa się również każdy podmiot wchodzący w skład konsorcjum.

²⁶ Dokonywana po raz pierwszy oferta publiczna dotycząca określonych akcji nazywana jest pierwszą ofertą publiczną (ang. *Initial Public Offering* – IPO).

²⁷ Zob. przepisy art. 434 i nast. ksh.

²⁸ W ciągu 14 dni od dnia zakończenia subskrypcji lub sprzedaży akcji będących przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczenia akcji do obrotu na rynku kapitałowym (tj. dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym lub ich wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu) spółka jest zobowiązana zawiadomić KNF o tym fakcie. Na tej podstawie KNF dokonuje wpisu danych akcji do prowadzonej przez siebie ewidencji (KNF prowadzi ewidencję papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz papierów wartościowych i instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, z wyłączeniem papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski).

nia prospektu emisyjnego (albo memorandum informacyjnego) oraz nie później niż po upływie 1 miesiąca od dnia przydziału akcji. Nowo wyemitowane akcje co do zasady powstają z chwilą uprawomocnienia się postanowienia sądu rejestrowego o podwyższeniu kapitału zakładowego. Jednak, jak już była mowa powyżej, akcja, jako przedmiot publicznego obrotu na rynku kapitałowym, powstanie dopiero z chwilą jej zarejestrowania w KDPW²⁹.

Jak każde zachowanie spółki akcyjnej, tak i jej upublicznienie pociąga za sobą konsekwencje, zarówno pozytywne, jak i negatywne. Wśród tych pierwszych zwykle wymienia się większy dostęp do nowych środków pieniężnych, efekt marketingowy, wzrost wiarygodności, poprawę płynności posiadanych przez akcjonariuszy walorów, realizację strategii rozwoju spółki, zmiany w sposobie zarządzania spółką. Do negatywnych skutków upublicznienia spółki zalicza się koszty związane z przygotowaniem oraz przeprowadzeniem tego procesu, jak również zwiększone koszty wynikające z faktu posiadania statusu spółki publicznej (np. związane z obowiązkami informacyjnymi³⁰, opłatami na rzecz podmiotów obsługujących spółkę publiczną i obrót jej walorami), konieczność zachowania transparentności spółki oraz związanej z nią jawności jej działań, ryzyko przejęcia nad nią kontroli, ryzyko niepowodzenia emisji, sformalizowanie i zbiurokratyzowanie wielu procesów wewnętrznych zachodzących w zakresie zarządzania i nadzoru nad spółką³¹.

2. Rynek kapitałowy w Polsce

Istota szeroko pojętego rynku kapitałowego sprowadza się do wymiany określonych dóbr czy wartości, którymi w tym przypadku są najczęściej pieniądze oraz różnego rodzaju instrumenty finansowe (wężiej – papiery wartościowe, tu – akcje). Rynek kapitałowy stanowi dogodną płaszczyznę wymiany kapitału, jego mobilizacji (zebrania) i transformacji (pieniądza na instrument finansowy i odwrotnie). Stąd też do podstawowych jego funkcji zalicza się alokację kapitału, która ma miejsce w wyniku działań poszczególnych uczestników tego rynku.

²⁹ Stąd swoisty dualizm regulacji Kodeksu spółek handlowych oraz prawa rynku kapitałowego (zwłaszcza ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) w zakresie kreacji akcji jako papieru wartościowego.

³⁰ Na temat obowiązków informacyjnych spółki publicznej, a także pozostałych odrębności będących konsekwencją uzyskania przez spółkę akcyjną statusu spółki publicznej szerzej zob. R. Blicharz, *Instytucje prawa rynku kapitałowego*, Toruń 2013, s. 122.

³¹ Por. W. Nawrot, *Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie. Jednolity rynek papierów wartościowych w Unii Europejskiej*, Warszawa 2006, s. 161 i nast.

Na rynku kapitałowym można wyodrębnić trzy główne grupy jego uczestników. Do pierwszej z nich należą inwestorzy, którzy dysponują wolnymi środkami i są zainteresowani ich pomnożeniem, do drugiej – osoby poszukujące takich środków (tzw. emitenci instrumentów finansowych czy wężej – papierów wartościowych, w tym również spółki akcyjne prowadzące działalność gospodarczą – przedsiębiorcy), trzecią grupę tworzą zaś pośrednicy, którzy ułatwiają „porozumiewanie się”, „kontakt” między dwiema ww. grupami.

Do pozostałych funkcji rynku kapitałowego, od strony spółki akcyjnej (zwanej szerzej emitentem) można zaliczyć funkcję kredytową, natomiast od strony inwestorów – funkcję inwestycyjną. Spółka zbywając swoje akcje, uzyskuje kapitał, natomiast inwestor nabywając je, liczy na zwrot zainwestowanego kapitału wraz z dodatkowymi korzyściami (np. wobec wzrostu wartości akcji spółki). Ponadto z alokacją kapitału wiąże się wiele zjawisk, w tym przede wszystkim ocena poszczególnych spółek i oferowanych przez nie akcji czy też związane z ich nabyciem (emisją) ryzyko inwestycyjne. Taka ocena w ogólnej skali pozwala na względnie obiektywną wycenę spółki oraz jej akcji. Stan taki powoduje, że rynek kapitałowy jest niezwykle czułym barometrem nie tylko sytuacji przedsiębiorców, ale także całych branż gospodarki, jej samej jako całości.

Rynek kapitałowy nie jest jednolity. Zazwyczaj dzieli się go na niepubliczny i publiczny, podstawowy (rynek oficjalnych notowań) i równoległy, rynek regulowany i alternatywny system obrotu czy rynek pierwotny i wtórny. Poza tym w ramach rynku kapitałowego, jak już wcześniej była mowa, występuje pojęcie oferty publicznej oraz pierwszej oferty publicznej. Wskazane podziały rynku nie mają charakteru logicznego, tj. nie są one wyczerpujące i rozłączne, nie są również jednolite.

Podział rynku kapitałowego na rynek niepubliczny oraz publiczny w obecnym stanie prawnym nie ma charakteru normatywnego³². W przypadku rynku niepublicznego spółka akcyjna może poszukiwać inwestora, opierając się na własnych, indywidualnych kontaktach, nie posługując się przy tym środkami masowego przekazu. Wykorzystując krąg znajomych inwestorów, spółka ma możliwość elastycznego kształtowania treści oferty, w zależności od zainteresowania i ewentualnych możliwości czy potrzeb inwestorów. Co więcej, należy podkreślić, że inwestorzy podejmując rozmowy z daną spółką, prowadząc z nią negocjacje, zwykle mają do niej zaufanie. Wynika ono nie tylko z pozycji spółki na rynku, jej renomy itp., ale przede wszystkim z prywatnych znajomości, doświadczeń i relacji, które tworzą fundament transakcji. Stąd rynek ten nazywany jest często zamiennie rynkiem prywatnym. Z uwagi na relatywnie małą skalę prowadzonych rozmów (prowadzone w ramach rynku prywatnego rozmowy obejmują mniej niż 150 osób), nie ma tu mowy o jakimkolwiek upublicznianiu postępowania spółki.

³² Inaczej niż pod rządami poprzednio obowiązującej ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. 2002 nr 49 poz. 447, która w art. 2 wprowadzała definicję legalną publicznego obrotu.

Do tego sposobu docierania do inwestora, prowadzenia z nim negocjacji lub innego postępowania zmierzającego do zawarcia umowy stosuje się przepisy prawa cywilnego w zakresie zawierania umów³³.

Niejako przeciwieństwem rynku prywatnego jest rynek publiczny. Cechuje go masowość (od 150 osób wzwyż lub nieoznaczony krąg inwestorów, będących adresatami oferty przedsiębiorcy – tzw. oblatów). Spółka, która chce zebrać kapitał potrzebny na sfinansowanie realizowanych lub przyszłych przedsięwzięć, niejednokrotnie zainteresowana jest pozyskaniem znacznych środków pieniężnych. Może to osiągnąć przez skierowanie oferty nabycia swoich akcji do jednego lub kilku zamożnych inwestorów (np. inwestorów zbiorowych – funduszy inwestycyjnych) lub liczyć na efekt skali, czyli zdobyć olbrzymią rzeszę drobnych inwestorów, którzy, mimo że indywidualnie dysponują relatywnie dużo mniejszymi środkami, to w swojej masie (liczbie) posiadają łącznie już znaczne kwoty. Skierowanie oferty do kilku inwestorów najczęściej występuje w ramach rynku prywatnego, natomiast oferowanie akcji większej ich liczbie (co najmniej do 150 osób lub nieograniczonej ich liczbie) występuje w ramach rynku publicznego. Wykorzystanie efektu skali możliwe jest przy masowości obrotu, a więc masowości transakcji, przy czym mowa tu o skali przynajmniej jednego państwa. W dotarciu z ofertą do wielu potencjalnych inwestorów spółce pomagają mass media. Wykorzystanie kampanii reklamowych w nowoczesnych formach przekazu, jakimi są przede wszystkim telewizja, radio, Internet czy prasa, jest w tym przypadku nieodzowne. Naturalną konsekwencją skierowania oferty do ogółu inwestorów jest brak relacji interpersonalnych między inwestorem a spółką. Trudno zatem w tym trybie pozyskiwania kapitału mówić o zaufaniu, przynajmniej w takim ujęciu, jak w ramach rynku prywatnego. Nie oznacza to jednak, że na rynku publicznym nie ma zaufania między daną spółką a inwestorami. Występuje ono, jednak na zupełnie innej płaszczyźnie, nie opiera się bowiem na prywatnych znajomościach ze spółką, lecz na szeroko rozumianych informacjach³⁴. Stąd fundamentalne znaczenie dla rynku publicznego ma informacja. Bez niej żaden racjonalnie działający inwestor nie podejmie rozsądnych decyzji inwestycyjnych. Spółka starająca się pozyskać przychylność inwestorów powinna ich przekonać do swojej rzetelności, racjonalności planowanego przedsięwzięcia, w tym do jego opłacalności, a zaproponowane warunki nabycia jej akcji wraz z prawami (i ewentualnie obowiązkami), jakie będą z nich wynikać dla inwestora, muszą tworzyć spójną i wiarygodną całość. Dopiero gdy te warunki zostaną spełnione, istnieje szansa, że inwestor zainteresuje się ofertą danej spółki, sprawdzi ją oraz jej propozycję udziału w planowanym przedsięwzięciu. Tak zbudowane zaufanie może się opierać tylko i wyłącznie na kompleksowej, rzetelnej i pełnej informacji

³³ To jest regulacji art. 66 i nast. kc.

³⁴ Nie oznacza to oczywiście, że na rynku prywatnym informacja nie ma znaczenia. Jej rola jest taka sama, jednak stosunek między spółką i inwestorem może być niejako głębszy, bo poparty dodatkowo osobistymi relacjami.

o spółce i proponowanych przez nią akcjach. Na zaufanie to może wpływać bardzo silny nadzór administracyjny realizowany przez państwo (zwłaszcza Komisji Nadzoru Finansowego) nad taką spółką oraz wszelkimi informacjami, jakie podaje ona do publicznej wiadomości. Należy podkreślić, że aby móc ocenić daną spółkę jako wiarygodnego emitenta i przedstawioną przez nią ofertę, przeciętny inwestor nie tylko musi mieć dostęp do wyżej wymienionych informacji, ale także musi móc samodzielnie podjąć decyzję na podstawie dostarczonych mu danych. Stąd informacje pochodzące od spółki muszą nie tylko cechować się prawdziwością i wiarygodnością, ale także muszą być bardzo precyzyjne, dokładne i szczegółowe, a przy tym powinny być napisane językiem przystępnym, zrozumiałym dla przeciętnego inwestora i nie powinny budzić wątpliwości.

Podstawowy podział rynku kapitałowego na rynek regulowany i alternatywny system obrotu ma charakter normatywny. Rynek regulowany w Polsce zorganizowany może być tylko i wyłącznie przez spółkę spełniającą określone ustawą szczególne wymagania. Zorganizowanie rynku regulowanego wymaga olbrzymich nakładów finansowych, znakomitej logistyki, odpowiedzialnego personelu oraz wiedzy i doświadczenia. Spółka, która organizuje taki rynek, musi bowiem nie tylko stworzyć odpowiednie warunki do spotkania wszystkich jego uczestników, ale także zapewnić odpowiednią ich obsługę i bezpieczeństwo transakcji. Stąd prawo rynku kapitałowego nakłada na spółkę prowadzącą rynek regulowany obowiązek zapewnienia:

- koncentracji podaży i popytu na instrumentach finansowych będących przedmiotem obrotu na danym rynku w celu kształtowania ich powszechnego kursu;
- bezpiecznego i sprawnego przebiegu transakcji;
- upowszechniania jednolitych informacji o kursach i obrotach instrumentami finansowymi, które są przedmiotem obrotu na danym rynku organizowanym przez tę spółkę;
- sprawnego i prawidłowego rozrachunku oraz rozliczania transakcji zawartych na rynku regulowanym prowadzonym przez tę spółkę³⁵.

Przedmiotem obrotu na rynku regulowanym mogą być co do zasady tylko takie instrumenty finansowe (w tym akcje), w stosunku do których został sporządzony odpowiedni dokument informacyjny (najczęściej prospekt emisyjny), zatwierdzony przez właściwy organ nadzoru, chyba że sporządzenie, zatwierdzenie

³⁵ Spółka prowadząca rynek regulowany zapewnia sprawny i prawidłowy rozrachunek oraz rozliczanie transakcji zawartych na rynku regulowanym prowadzonym przez tę spółkę przez zawarcie umowy z podmiotem uprawnionym do dokonywania rozrachunku oraz rozliczania transakcji. Podmiot uprawniony do dokonywania rozrachunku oraz rozliczania transakcji powinien wykorzystywać rozwiązania zapewniające sprawne i prawidłowe wykonywanie powierzonych mu czynności, w tym spełniać warunki techniczne dokonywania odpowiednio rozrachunku lub rozliczeń transakcji oraz zapewniać wykonywanie powierzonych mu czynności w sposób niezagrażający bezpieczeństwu obrotu i nienaruszający interesów uczestników tego obrotu.

lub stwierdzenie równoważności dokumentu informacyjnego nie jest wymagane, ponadto których zbywalność nie jest ograniczona, a w stosunku do spółki, która je emituje, nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne.

Obecnie rynek regulowany w Polsce prowadzony jest przez dwie niezależnie od siebie działające spółki akcyjne, tj. Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie Spółkę Akcyjną, która dawniej prowadziła rynek regulowany giełdowy, oraz BondSpot Spółka Akcyjna, która uprzednio prowadziła rynek regulowany pozagiełdowy. Na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. cena akcji, zwana jej kursem, kształtowana jest na podstawie zleceń składanych zarówno przez kupujących, jak i sprzedających. Zlecenia te następnie są kojarzone przez specjalny system komputerowy na podstawie narzuconych kryteriów i zgodnie z przyjętymi z góry zasadami. Transakcje zawierane są w czasie sesji giełdowych na tzw. parkiecie. Parkiet to miejsce, na którym odbywają się transakcje, jakkolwiek, z uwagi na dematerializację obrotu, *de facto* i *de iure* dochodzi do nich w przestrzeni wirtualnej. Na sesjach giełdowych notowania odbywają się w systemie notowań ciągłych lub kursu jednolitego z jednokrotnym lub dwukrotnym jego określaniem³⁶. Transakcje na tym rynku co do zasady zawierane są przez wyspecjalizowane podmioty, jakimi są firmy inwestycyjne, które aby móc przyjmować zlecenia od inwestorów czy emitentów, muszą najpierw uzyskać status uczestnika giełdy.

Natomiast rynek regulowany prowadzony przez spółkę BondSpot S.A., podobnie jak rynek regulowany prowadzony przez GPW S.A., stanowi zespół osób, regulacji oraz urządzeń i środków technicznych służących gromadzeniu, przedstawianiu i udostępnianiu informacji o ofertach kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, zawartych transakcjach oraz innych informacji związanych z obrotem. W przeciwieństwie jednak do rynku prowadzonego przez GPW S.A. rynek ten nie ma wyodrębnionego miejsca (parkietu), a przedmiotem obrotu na tym rynku mogą być wyłącznie instrumenty dłużne (np. obligacje). Transakcje zawierane są przy wykorzystaniu systemu komputerowego i dochodzą do skutku z chwilą skojarzenia oferty kupna i sprzedaży. Obrót na rynku regulowanym prowadzonym przez BondSpot S.A. odbywa się (z pewnymi wyjątkami) w trybie notowań ciągłych przez automatyczne kojarzenie anonimowych ofert. Na tym rynku dopuszczalne są transakcje zawierane bezpośrednio między inwestorami.

Podsumowując, jedną z podstawowych cech odróżniających rynek regulowany prowadzony przez GPW S.A. od rynku regulowanego prowadzonego przez BondSpot S.A. jest to, że na rynku prowadzonym przez BondSpot S.A. odbywa się obrót instrumentami finansowymi, dla których nie stawia się tak wysokich wymagań, jak dla tych notowanych na rynku prowadzonym przez GPW S.A. Oba rynki różnią się ponadto również sposobami zawierania transakcji³⁷ oraz ryzy-

³⁶ Zob. J. MOJAK, *Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu*, Warszawa 2010, s. 293; R. PASTUSIAK, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym...*, s. 354 i nast.

³⁷ Szerzej zob. J. MOJAK, *Prawo papierów...*, s. 269 i nast.

kiem, jakie im towarzyszy. Z uwagi na ograniczone w stosunku do rynku prowadzonego przez GPW S.A. wymagania stawiane emitentom i ich instrumentom finansowym rynek prowadzony przez BondSpot S.A. przeznaczony jest głównie dla małych i średnich przedsiębiorców. Nie bez znaczenia pozostają także różnice w kosztach dopuszczenia do obrotu i notowania na obu tych rynkach.

Spółki prowadzące rynek regulowany mogą organizować rynki wyodrębnione pod względem rodzaju instrumentów finansowych, jak również rodzaju ich emitentów. Tak w ramach rynku regulowanego prowadzonego przez GPW S.A. wyodrębniony został rynek podstawowy i rynek równoległy. Rynek podstawowy to rynek oficjalnych notowań giełdowych. Spełnia on dodatkowe w stosunku do minimalnych wymogów określonych dla rynku regulowanego wymogi dotyczące emitentów papierów wartościowych oraz papierów wartościowych (w tym akcji) będących przedmiotem obrotu na tym rynku. Obecnie wyodrębniony rynek oficjalnych notowań obejmuje rynek kasowy dla spółek o wartości rynkowej powyżej 15 mln euro oraz rynek instrumentów pochodnych (terminowy) i jest to rynek podstawowy. Natomiast rynek równoległy to taki, na którym notowane są instrumenty finansowe niedopuszczone do obrotu giełdowego na rynku podstawowym.

Firma inwestycyjna lub spółka prowadząca rynek regulowany mogą organizować poza tym rynkiem tzw. alternatywny system obrotu³⁸. Jest to działający poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami. Alternatywne systemy obrotu nazywane są minigiełdami. Wynika to z tego, że ich organizatorzy kształtują na nich analogiczne do obrotu na rynku regulowanym zasady obrotu, z tym że w ramach ASO notowane mogą być instrumenty finansowe, które nie spełniają wymagań stawianych na rynku regulowanym. Ponadto transakcje w alternatywnym systemie obrotu mogą odbywać się bez udziału spółki prowadzącej rynek regulowany (GPW S.A.), czego skutkiem jest m.in. ustalanie ceny instrumentu finansowego będącego przedmiotem obrotu bezpośrednio między stronami zainteresowanymi zawarciem stosownej umowy. W Polsce przykładem alternatywnego systemu obrotu jest prowadzony przez GPW S.A. rynek New Connect czy też alternatywny system obrotu organizowany przez BondSpot S.A.³⁹.

Na łączne określenie obrotu papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi, który dokonywany jest na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu, ustawodawca posługuje się normatywnym określeniem obrotu zorganizowanego⁴⁰.

³⁸ Nazywany też OTC (ang. *over the counter*).

³⁹ Szerzej zob. R. PASTUSIAK, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym...*, s. 455 i nast.

⁴⁰ *A contrario* obrót niezorganizowany dotyczy rynku niepublicznego i papierów wartościowych regulowanych Kodeksem cywilnym czy Kodeksem spółek handlowych, jak również innymi aktami prawnymi, np. prawem wekslowym, prawem czekowym.

Zgodnie z normatywną definicją zawartą w ustawie o ofercie publicznej rynek pierwotny (zdefiniowany jako obrót pierwotny) to dokonywanie oferty publicznej przez emitenta (spółkę akcyjną) lub subemitenta usługowego, której przedmiotem są papiery wartościowe (akcje) nowej emisji, oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty. Definicję rynku wtórnego (zdefiniowanego jako obrót wtórny) zawiera ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Zgodnie z nią przez obrót wtórny rozumie się dokonywanie oferty publicznej przez podmiot inny niż emitent (spółka akcyjna) lub subemitent usługowy lub nabywanie papierów wartościowych od tego podmiotu, albo proponowanie w dowolnej formie i w dowolny sposób, przez podmiot inny niż wystawca, nabycia instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi lub nabywanie ich od tego innego podmiotu, jeżeli propozycja skierowana jest do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata.

Różnice między rynkiem pierwotnym i wtórnym w największym skrócie można sprowadzić do dwóch elementów: podmiotowego i przedmiotowego. Rynek pierwotny to rynek emitentów (spółek), a rynek wtórny to rynek innych niż emitent podmiotów. Natomiast przedmiotowy element różnicujący polega na tym, że przedmiotem obrotu na rynku pierwotnym mogą być tylko papiery wartościowe (zatem również akcje) nowej emisji. Tymczasem przedmiotem obrotu na rynku wtórnym mogą być nie tylko papiery wartościowe, ale także inne instrumenty finansowe (np. opcje). W rzeczywistości rozróżnienie to ma zasadnicze znaczenie. W ramach rynku pierwotnego dochodzi bowiem do zasilenia emitenta (spółki) w kapitał. Sformułowanie „emitent oferujący papiery wartościowe nowej emisji” oznacza bowiem, że publicznie proponuje on nabycie papierów wartościowych, które wcześniej nie istniały. W ramach obrotu pierwotnego dochodzi zatem do kreacji papierów wartościowych. Spółka emitując papiery wartościowe, uzyskuje kapitał od inwestorów. Sytuacja taka ma miejsce przy tworzeniu spółki akcyjnej lub podwyższaniu jej kapitału zakładowego. Spółka, która zbyła akcje nowej emisji, zostaje zasilona w kapitał, natomiast inwestorzy uzyskują papier wartościowy – akcje spółki. Dzięki zebranemu kapitałowi spółka może sfinansować planowane przez siebie przedsięwzięcie, natomiast inwestor oczekuje spełnienia świadczenia, do którego zobowiązał się emitent w papierze wartościowym lub które z niego wynikają⁴¹. Istotą wszystkich instrumentów finansowych oraz obrotu nimi jest jednak nie tylko spełnienie świadczenia przez emitenta, ale także możliwość zbycia instrumentów finansowych przed nadejściem terminu spełnienia określonego w nich świadczenia przez emitenta. Taki obrót instrumentami finansowymi pozwala bowiem zarabiać na różnicach cen (kursów) tych instrumentów, w zależności od ich wyceny przez inwestorów w danym czasie⁴². Warto jednak zauważyć, że zbycie instrumentu finansowego przez osobę inną niż emi-

⁴¹ Na przykład prawo do dywidendy.

⁴² Zjawisko to nazywane jest wyceną rynkową.

tent z ekonomicznego punktu widzenia na pierwszy rzut oka nie ma dla emitenta znaczenia. Ten bowiem został zasilony w kapitał w ramach rynku pierwotnego, czyli oferując dany papier wartościowy, a dalszy obrót nim pozostaje poza sferą wpływów finansowych dla samego emitenta. Ma natomiast znaczenie dla osoby zbywającej dany papier wartościowy oraz go nabywającej. Pierwsza osoba, która nabyła (poprawnie objęła) papier wartościowy od emitenta nazywana jest obejmującym; następna osoba go nabywająca (ale już nie obejmująca) od obejmującego nazywana jest nabywcą. Łatwo zauważyć, że obrót wtórny dokonywany jest właśnie między obejmującym i kolejnymi nabywającymi. Stąd w literaturze przyjmuje się, że obrót wtórny stanowi uzupełnienie rynku pierwotnego, jego naturalną konsekwencję⁴³.

Na marginesie niniejszych uwag należy podnieść, że choć, jak zostało już powiedziane wcześniej, z ekonomicznego punktu widzenia dla spółki obrót wtórny jej akcjami nie ma znaczenia (bo na nim bezpośrednio nie zarabia), to w ogóle obrót ten, a zwłaszcza notowania jej akcji, nie pozostają bez wpływu na ocenę danej spółki. Znaczne spadki lub wzrosty wartości akcji spółki mogą bowiem wynikać z jej sytuacji gospodarczej, jak i jedynie z jej oceny przez inwestorów (między tymi dwiema wartościami mogą zachodzić poważne różnice). Informacja o spółce także po wyemitowaniu przez nią akcji oraz ocena jej późniejszych zachowań rynkowych może mieć bowiem wpływ na decyzje inwestycyjne inwestorów w przypadku kolejnych emisji.

Podsumowanie

Rynek kapitałowy jako platforma wymiany i alokacji kapitału stanowi alternatywną możliwość pozyskania finansowania bieżącej działalności gospodarczej, jak i realizacji przyszłych przedsięwzięć. Przedsiębiorca prowadzący działalność gospodarczą w formie spółki akcyjnej może bowiem emitować akcje kolejnych serii, kierować propozycję ich nabycia do szerszego kręgu adresatów (potencjalnych inwestorów) i dzięki temu pozyskać dodatkowe środki finansowe. Działanie takie (dotarcie do inwestorów na masową skalę) może wiązać się z uzyskaniem przez spółkę akcyjną statusu spółki publicznej, co z prawnego punktu widzenia implikuje zobowiązanie do wykonywania szeregu obowiązków, w szczególności informacyjnych, jakim podlega tego rodzaju spółka.

Z ekonomicznego punktu widzenia emisja akcji przez spółkę akcyjną stanowi formę inwestycji dla inwestora zainteresowanego pomnożeniem kapitału poprzez

⁴³ Zob. M. DYŁ, *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, [w:] *System prawa prywatnego*, t. 19: *Prawo papierów wartościowych*, red. A. SZUMAŃSKI, Warszawa 2006, s. 765.

zainwestowanie go w akcje wybranej spółki, z kolei sama spółka uzyskuje w ten sposób kapitał potrzebny jej na realizację wyznaczonych celów. Jednak ten sposób lokowania i pozyskiwania kapitału znajduje swoje odzwierciedlenie nie tylko na płaszczyźnie czysto finansowej. Inwestor, jako akcjonariusz spółki, uzyskuje bowiem realny (choć niejednokrotnie mały) wpływ na jej działalność, gdyż z akcjami związane są także prawa o charakterze niemajątkowym, a precyzyjniej – korporacyjnym, jako ogół praw i obowiązków przysługujących akcjonariuszowi w związku z jego uczestnictwem w spółce akcyjnej.

Bibliografia

L i t e r a t u r a

- BĄCZYK M., *Zjawisko tzw. dematerializacji papierów wartościowych*, [w:] M. BĄCZYK, M. KOZIŃSKI, M. MICHAŁSKI, W. PYZIOL, A. SZUMAŃSKI, I. WEISS, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000.
- BLICHARZ R., *Instytucje prawa rynku kapitałowego*, Toruń 2013.
- LICHOSIK A., *Ewolucja pojęcia spółki publicznej w prawie rynku kapitałowego*, [w:] *Sytuacja przedsiębiorcy na tle zmian w prawie publicznym i prywatnym w perspektywie europejskiej*, red. J. MOJAK, A. ŻYWICKA, Lublin 2016.
- LICHOSIK A., *Forma zdematerializowanego papieru wartościowego*, [w:] *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z dnia 28 kwietnia 1936 r.*, red. J. MOJAK, J. WIDŁO, A. ŻYWICKA, Lublin 2016.
- MICHAŁSKI, M., *O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 1.
- NAWROT W., *Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie. Jednolity rynek papierów wartościowych w Unii Europejskiej*, Warszawa 2006.
- PASTUSIAK R., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym. Operacje giełdowe rynku publicznego i niepublicznego*, Warszawa 2010.
- PAWELCZYK M., *Gwarantowanie emisji w spółce publicznej*, „Jurysta” 2002, nr 10; Idem, *Gwarantowanie emisji w spółce publicznej*, Katowice 2005.
- ROMANOWSKI M., *W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 3.